

Title	社外取締役のインセンティブに関する実証研究
Sub Title	Empirical study on incentives for outside directors
Author	齋藤, 卓爾(Saito, Takuji)
Publisher	
Publication year	2024
Jtitle	科学研究費補助金研究成果報告書 (2023.)
JaLC DOI	
Abstract	2015年に施行されたCGコードは2名以上の社外取締役の設置を求め、ほとんどの企業がこれに従い、社外取締役が大幅に増加した。社外取締役には経営者に対するモニタリングを通じてガバナンス向上に貢献することが期待されているが、社外取締役には十分なインセンティブが付与されていないともされている。そこで本研究は増加した社外取締役に十分なインセンティブがあり、企業行動や業績に影響を与えているのかを実証的に検証した。コードに伴い増加した社外取締役が業績を有意に向上させているという傾向はみられなかった。一方で、政策保有株の売却などに対しては影響を与えており、社外取締役はガバナンス改善に貢献していた。 Japan's Corporate Governance Code implemented in 2015 required the listed firms to appoint two or more outside directors, leading most companies to comply, resulting in a significant increase in outside directors. While outside directors are expected to contribute to governance improvement through monitoring of top management, it is also suggested that they are not adequately incentivized. Therefore, this study empirically examined whether the increased number of outside directors is adequately incentivized and whether it affects corporate behavior and performance. The findings did not indicate a significant trend of increased outside directors associated with the coositively impacting performance. However, they have an impact on certain aspects such as the sale of cross-shareholdings, indicating their contribution to governance improvement.
Notes	研究種目：基盤研究 (C) (一般) 研究期間：2017～2023 課題番号：17K03810 研究分野：企業金融論
Genre	Research Paper
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=KAKEN_17K03810seika

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the Keio Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

令和 6 年 5 月 23 日現在

機関番号：32612

研究種目：基盤研究(C)（一般）

研究期間：2017～2023

課題番号：17K03810

研究課題名（和文）社外取締役のインセンティブに関する実証研究

研究課題名（英文）Empirical Study on Incentives for Outside Directors

研究代表者

齋藤 卓爾（SAITO, Takuji）

慶應義塾大学・経営管理研究科（日吉）・教授

研究者番号：60454469

交付決定額（研究期間全体）：（直接経費） 3,400,000 円

研究成果の概要（和文）：2015年に施行されたCGコードは2名以上の社外取締役の設置を求め、ほとんどの企業がこれに従い、社外取締役が大幅に増加した。社外取締役には経営者に対するモニタリングを通じてガバナンス向上に貢献することが期待されているが、社外取締役には十分なインセンティブが付与されていないともされている。そこで本研究は増加した社外取締役に十分なインセンティブがあり、企業行動や業績に影響を与えているのかを実証的に検証した。コードに伴い増加した社外取締役が業績を有意に向上させているという傾向はみられなかった。一方で、政策保有株の売却などに対しては影響を与えており、社外取締役はガバナンス改善に貢献していた。

研究成果の学術的意義や社会的意義

本研究の学術的な意義は、多くの企業が1名も任命していなかった日本における社外取締役の役割に注目した点である。これまで多くの研究がなされてきた米国などでは、社外取締役はすでに普及しており社外取締役が増加してもその限界的な効果は小さいと考えられる。また本研究は2012年以降に進められた企業統治改革の政策評価という観点でも意義があると考えられる。CGコードやスチュワードシップコードの制定などの施策にどのような効果があったのか、なにを引き起こしたのかを検証することは今後の企業統治改革を進めるうえで欠かせない知見であると考えられる。

研究成果の概要（英文）：Japan's Corporate Governance Code implemented in 2015 required the listed firms to appoint two or more outside directors, leading most companies to comply, resulting in a significant increase in outside directors. While outside directors are expected to contribute to governance improvement through monitoring of top management, it is also suggested that they are not adequately incentivized. Therefore, this study empirically examined whether the increased number of outside directors is adequately incentivized and whether it affects corporate behavior and performance. The findings did not indicate a significant trend of increased outside directors associated with the coositively impacting performance. However, they have an impact on certain aspects such as the sale of cross-shareholdings, indicating their contribution to governance improvement.

研究分野：企業金融論

キーワード：コーポレートガバナンス 取締役会 社外取締役

1. 研究開始当初の背景

これまで日本企業のコーポレートガバナンスは米国などと大きく異なることが指摘されてきた。例えば、米国では経営者の規律付けメカニズムとして社外取締役や敵対的買収、機関投資家が重要であるとされているのに対して、日本では銀行、いわゆるメインバンクや従業員が重要な役割を果たしているとされてきた。しかし、2012年の第2次安倍内閣発足以降、2014年2月にスチュワードシップ・コード、2015年6月にコーポレートガバナンス・コードが制定されるなど、様々な企業統治改革が行われた。これにより日本企業のコーポレートガバナンスメカニズムは大きく変化した。

株主の点では、かつて生命保険会社や信託銀行などの国内機関投資家が株主総会において会社提案に対して反対することはまれであったが、今やエンゲージメント活動を通じて、株主としての意見を経営に伝え、株主総会において会社提案や低業績の経営者の取締役選任に反対することは珍しいことではなくなり、機関投資家が企業統治において重要な役割を果たすようになった。また、日本企業の株主構成の特徴であり、経営陣にとって友好的な株主であった政策保有株(いわゆる持ち合い株)もコーポレートガバナンス・コードにおいて見直しが要求され、東証1部上場企業の政策保有株の銘柄数は約2割減少している。

取締役会を見ても、かつて多くの日本企業の実業取締役会は従業員出身の社内取締役のみで構成されていたが、2015年のコーポレートガバナンス・コードで2名以上の社外取締役の設置が求められて以降、社外取締役を選任する企業が急速に増えた。東証1部上場企業では2005年時点では35%企業しか社外取締役を選任していなかったが2014年には東証1部上場企業の74.3%が少なくとも一人の社外取締役を選任するようになり、2015年には92%の企業が社外取締役を選任するようになった。また、2017年には88%の企業が複数人の独立社外取締役を選任するようになり、日本においても社外取締役が企業統治上の重要な存在と考えられるようになった。

企業統治改革や取締役会改革が企業業績や行動に与える影響は各国で検証されてきたが、その目的は国によって異なる。例えば米国や英国では株式は広く分散しており、経営者は株式報酬やストックオプションを通じてきわめて強いインセンティブを与えられている。そのため、企業統治改革の目的は経営者による株価つり上げのための会計不正や過剰なリスクテイクを防ぐことなどに主眼が置かれている。大陸欧州では株式が創業者一族などに集中しており、所有と経営の分離が不十分なため少数株主搾取などを防ぐことに主眼が置かれている。これに対して、日本では株式持ち合いなどにより株主からのプレッシャーが弱く、経営者が「平穏な生活」を追求していることが問題とされている。

2. 研究の目的

本研究の目的は、企業統治改革により増加した社外取締役が日本においてもガバナンスの役割を果たしているのかを実証的に検証することである。これまでも社外取締役の機能や取締役会改革については多くの研究が行われてきた。しかし、コーポレートガバナンスの問題は国により異なっているため、改革の目的は国によって異なる。

米国や英国では少数株主保護が強く、株式が広く薄く分散しており、コストを負担してモニタリングを行う大株主がおらず、株主と経営者間のエージェンシー問題をいかに解決するのがコーポレートガバナンス上の課題とされてきた。そして、問題軽減のために、1980年代以降ストックオプションや株式報酬などが利用されてきた。しかし、オプションが株価維持、株価つり上げのための会計不正や過剰なリスクテイクを誘発したことが指摘され、これに対応するためにSOX法などにより取締役会の独立性向上などの措置が取られてきた。大陸欧州や新興国では少数株主保護が弱く、創業家などの一部の株主に株式が大きく偏っており、大株主と少数株主間のエージェンシー問題をいかに解決するのがコーポレートガバナンス上の課題とされ、少数株主保護を強める施策が実行されてきた。

これに対して日本のコーポレートガバナンスの問題は政策保有株などにより資本市場からの規律付けが効きにくい一方で、経営者報酬に占めるオプションなどの株価連動給の割合は低く、経営者がリストラやM&Aといった企業価値に資するがリスクを伴う困難な行動を実行しようとしにくいこと、つまり「平穏な生活」を追求していることであるとされている。いくつかの先行研究は日本において「平穏な生活追求仮説」(Quiet Life Hypothesis)が成立していることを示している。それゆえに、2012年以降、第2次安倍内閣が進めたコーポレートガバナンス改革では、いかにして経営者に成長につながるリスクの伴う行動をさせるのが焦点となり、社外取締役や機関投資家による規律付けを強めることによりこれを実現しようとした。

本研究ではこのような日本のコーポレートガバナンスの課題に対して、取締役会改革、そして社外取締役が有効であったのかを実証的に検証することにより、先行研究とは異なる制度下での取締役会、社外取締役の役割を検証した。この点を検証することには学術的な貢献だけでなく、政策評価の点でも貢献があると考えられる。コーポレートガバナンス・コードはその後改訂が続けられており、本研究の結果はその材料になると考えられる。

3. 研究の方法

本研究では一連の改革により日本企業のコーポレートガバナンスの主要なプレーヤーとなった社外取締役の役割を実証的に研究するために、社外取締役のインセンティブ、社外取締役が企業業績そして企業行動に与えた影響を実証的に検証した。

企業業績としては先行研究と同様にトービンの q や ROA、ROE に着目した。企業行動としては一般的に用いられている設備投資や R&D、買収、株主還元などに加えて、政策保有株の売却、中期経営計画の策定に着目した。

政策保有株、特に持ち合い株式は経営者のエントレンチメント手段になっていることが指摘されており、コーポレートガバナンス・コードでは政策保有株の見直しを取締役会において行うことが求められている。社外取締役は、社内取締役よりも経営者から独立した立場であり、経営者に企業価値向上に結び付かない政策保有株の売却を求めると考えられる。

中期経営計画は3~5年程度先の具体的な業績目標とそれを実現するための経営計画をまとめたものであり、経営陣や経営企画部を中心に膨大な労力をかけて作成されている。完成した計画は、経営者自らが発表し、その後も決算発表などで定期的にその進捗状況が報告される。そして、経営者交代の理由としてあげられることも少なくない。このように中期経営計画は日本企業の経営の根幹の一つとなっており、もしこのような中期経営計画に社外取締役が影響を与えているのならば、日本においても社外取締役が重要な役割を果たすようになったと考えることができる。

以上の分析を行うために、本研究では東証1部上場企業のうち金融業に属する企業を除いた約1500社を分析対象企業とし、2010年から2019年までの取締役会に関するデータを収集した。2010年以降としたのは2010年に東証1部上場企業の約半数が社外取締役を少なくとも一人選任するように社外取締役の普及がある程度進んだ時期であることと2010年3月の企業内容等の開示に関する内閣府令の改正により、社外取締役、社内取締役の役員区分ごとに報酬を開示することが義務づけられるようになったからである。対象を東証1部上場企業と大きくとるのは社外取締役の移動や複数企業での選任をより正確に把握するためである。

本研究において注目するのは社外取締役であるが、株主構成や経営者の属性にも注意を払う必要がある。例えば、親会社がある上場子会社や創業者一族が大きな影響力を持つファミリー企業では社外取締役の役割がその他の企業とは異なる可能性がある。そのため本研究では株主構成や経営者に関するデータも収集した。これらのデータは日本における企業統治改革において何がどのように変化したのかを理解するための基礎的な情報を提供してくれる。

政策保有株の売却行動に関しては、2010年以降に有価証券報告書で開示されるようになった各企業の政策保有株の保有状況のデータを収集し、保有状況ならびに売却行動に関するデータベースを構築した。中期経営計画については、各企業のホームページならびに企業情報データベース eol に掲載されている各社の開示資料・決算発表資料から手作業で収集した。そのため、中期経営計画に関しては、データ収集対象を日経225もしくはJPX400に含まれる企業とした。

社外取締役が企業行動や業績に与える影響を実証的に検証するうえで、問題となるのは内生性である。つまり社外取締役と企業行動や業績に間に相関がみられたとしても、社外取締役の影響とは言いきれず、逆の因果や欠落変数の影響による可能性が考えられる。この点に対処するために、本研究では2名以上の選任を求めたコーポレートガバナンス・コードの制定に伴う社外取締役の増加に着目した分析を行った。コーポレートガバナンス・コードはコンプライ・オア・エクスプレインの原則を採用しており、社外取締役の任命は義務ではなかったが、結果的にはほとんどの企業が複数名の社外取締役を任命しており、事実上の義務化であったと考えられる。それゆえにコーポレートガバナンス・コードを遵守するための社外取締役の選任は外生的なものと考えられ、その効果を測定することにより、より社外取締役が企業業績や行動に与える因果的効果に接近できると考えられる。

4. 研究成果

実証研究の結果は、社外取締役がいくつかの企業行動に影響を与えていることを示していた一方で、企業業績を有意に向上させるほどパワフルではないことを示していた。

社外取締役は政策保有株の売却に影響を与えていた。固定効果モデルを用いた分析の結果は政策保有株の売却が年々増加していること、ROEが低い企業、借り入れの多い企業が政策保有株を売却していることを示していた。また、相互保有、いわゆる持ち合い株の売却確率は片側保有の場合よりも高かった。以上のような傾向を考慮しても、社外取締役人数はプラスに1%水準で有意な効果をもっており、社外取締役が多いほど、政策保有株の売却確率は高かった。社外取締役の効果は保有側企業だけでなく、被保有側企業でも見られた。社外取締役が多く在籍している銘柄はそうでない銘柄よりも売却されやすい傾向がみられた。これらの結果と同様な結果が、コーポレートガバナンス・コードに伴う社外取締役増員に着目した分析でも得られた。

中期経営計画に関しては、日経225もしくはJPX400に含まれる404社を対象とし、コーポレートガバナンス・コード制定を利用して社外取締役の増員が中期経営計画の変化に与えた影響を差の差の推定法、操作変数法により分析した。結果は、社外取締役が中期経営計画の設定に影響を与えていることを示していた。社外取締役が増員されると中期経営計画においてROEに数値目標が設定される確率が上昇し、過去の売上高成長率と比較した目標売上高成長率がより低

く設定されていた。また、中期経営計画の発表資料の量が、社外取締役が増えた企業で増える傾向も見られた。これらの結果は、これまで売上高やシェアを重視し、収益性を軽視している、インサイダー重視の傾向が強いとされてきた日本企業の経営が拡大よりも収益性の向上を重視し、インサイダーだけでなく株主の利害を尊重する方向に変化しており、この変化に社外取締役が貢献していることを示している。これらの変化はCGコードの原則に沿うものであり、政策が効果をあげていることも示していると考えられる。

一方で、一連の企業統治改革が想定していた、リスクテイク促進、そして企業業績の向上という経路は確認することができなかった。2012 年以降の株主構成に関するデータは、社外取締役が増加し、取締役会の独立性が大幅に向上したのみならず、スチュワードシップの制定を契機に、GPIF などのアセットオーナーの関与の増加、伝統的機関投資家（信託銀行・投資顧問）のエンゲージメント体制の強化、生命保険会社の「物言う長期株主」へのゆるやかな移行、アクティビストファンドの活動の再活性化などが起こり、中小型株でも機関投資家持ち株比率が高まり、多くの企業が機関投資家を中心とした資本市場からの規律付けに直面するようになったことを示している。これにより、配当、自社株買いなどの株主還元が拡大した一方で、設備投資や M&A、研究開発費が増加したという傾向はみられなかった。また、ROA、ROE、トービンの q といった企業業績が向上したという傾向もみられなかった。この傾向はコーポレートガバナンス・コードに伴う社外取締役の増員に着目し、因果的効果を推計した場合でも見られなかった。

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計14件（うち査読付論文 6件／うち国際共著 0件／うちオープンアクセス 0件）

1. 著者名 Takuji Saito	4. 巻 39
2. 論文標題 The Effects of the Introduction of Outside Directors: Evidence from Japan	5. 発行年 2023年
3. 雑誌名 慶應経営論集	6. 最初と最後の頁 -
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 Takuji Saito	4. 巻 39
2. 論文標題 The Determinants of Board Composition before the Enact of Corporate Governance Code	5. 発行年 2023年
3. 雑誌名 慶應経営論集	6. 最初と最後の頁 -
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 齋藤卓爾・日野勇貴	4. 巻 39
2. 論文標題 社外取締役が中期経営計画に与える影響に関する実証研究	5. 発行年 2023年
3. 雑誌名 慶應経営論集	6. 最初と最後の頁 -
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 齋藤卓爾・太宰 北斗	4. 巻 39
2. 論文標題 ファミリー企業と関連当事者取引	5. 発行年 2023年
3. 雑誌名 慶應経営論集	6. 最初と最後の頁 -
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 齋藤卓爾・澤英二	4. 巻 39
2. 論文標題 日本企業の社長のキャリアパスの変化：1990年-2020年	5. 発行年 2023年
3. 雑誌名 慶應経営論集	6. 最初と最後の頁 -
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 Hideaki Miyajima and Takuji Saito	4. 巻 -
2. 論文標題 Corporate Governance reforms under Abenomics	5. 発行年 2021年
3. 雑誌名 Political Economy of the Abe Government and Abenomics Reforms	6. 最初と最後の頁 357-393
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 宮島英昭・齋藤卓爾	4. 巻 2227
2. 論文標題 コーポレートガバナンス・コードは何をもたらしたのか	5. 発行年 2020年
3. 雑誌名 商事法務	6. 最初と最後の頁 45-53
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 宮島英昭・齋藤卓爾	4. 巻 2230
2. 論文標題 コーポレートガバナンス・コードと政策保有株の売却	5. 発行年 2020年
3. 雑誌名 商事法務	6. 最初と最後の頁 71-80
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1．著者名 宮島英昭・齋藤卓爾	4．巻 2231
2．論文標題 企業統治改革と企業行動	5．発行年 2020年
3．雑誌名 商事法務	6．最初と最後の頁 49-54
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1．著者名 宮島英昭・齋藤卓爾	4．巻 2235
2．論文標題 企業統治改革の帰結と今後の改革方向	5．発行年 2020年
3．雑誌名 商事法務	6．最初と最後の頁 4-12
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1．著者名 齋藤卓爾	4．巻 58
2．論文標題 国際比較から考える日本企業のコーポレートガバナンスの現在値	5．発行年 2020年
3．雑誌名 証券アナリストジャーナル	6．最初と最後の頁 41-53
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1．著者名 宮島英昭・齋藤卓爾	4．巻 2224
2．論文標題 企業統治構造の進展とその論理構造	5．発行年 2020年
3．雑誌名 商事法務	6．最初と最後の頁 12-23
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 宮島英昭・齋藤卓爾	4. 巻 2226
2. 論文標題 スチュワードシップ・コードは何をもたらしたのか	5. 発行年 2020年
3. 雑誌名 商事法務	6. 最初と最後の頁 20-30
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 Hideaki Miyajima, Ryo Ogawa, Takuji Saito	4. 巻 47
2. 論文標題 Changes in corporate governance and top executive turnover: The evidence from Japan	5. 発行年 2018年
3. 雑誌名 Journal of the Japanese and International Economies	6. 最初と最後の頁 17-31
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） 10.1016/j.jjie.2017.12.006	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

〔学会発表〕 計1件（うち招待講演 0件 / うち国際学会 0件）

1. 発表者名 齋藤卓爾
2. 発表標題 中期経営計画に社外取締役が与える影響に関する実証研究
3. 学会等名 日本ファイナンス学会
4. 発表年 2020年

〔図書〕 計0件

〔産業財産権〕

〔その他〕

-

6. 研究組織

氏名 （ローマ字氏名） （研究者番号）	所属研究機関・部局・職 （機関番号）	備考
---------------------------	-----------------------	----

7. 科研費を使用して開催した国際研究集会

〔国際研究集会〕 計0件

8 . 本研究に関連して実施した国際共同研究の実施状況

共同研究相手国	相手方研究機関
---------	---------